



2017年04月17日

买入(首次评级)

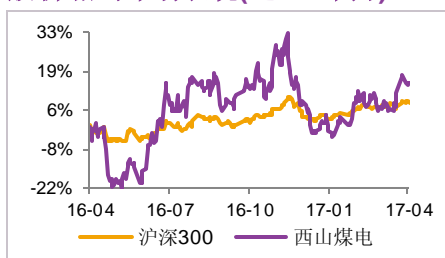
当前价: 9.94 元
目标价: 12 元

煤炭行业研究组

分析师: 王风华
执业编号: S0300516060001

研究助理: 王保庆
电话: 010-64408440
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	196.11	250.88	252.17	255.13
(+/-)	5%	28%	0.5%	1.2%
净利润	4.34	19.03	19.79	20.86
(+/-)	207%	338%	4%	5%
EPS(元)	0.14	0.60	0.63	0.66
P/E	68	17	16	15

资料来源: 联讯证券研究院

西山煤电(000983.SZ)

【联讯煤炭公司深度】西山煤电(000983): 高煤价叠加国改、炼焦煤龙头红利可期

投资要点

◇ 全国焦煤龙头企业，煤炭业务业绩显著

山西焦煤西山煤电集团公司是全国最大的炼焦煤生产基地，是山西焦煤集团公司的核心企业。公司主营业务是煤炭的生产、洗选加工、销售及发供电等。主要产品为煤炭、电力热力、焦炭及化工产品等。公司现有 7 个在产矿井，核定在产产能 2,960 万吨/年；3 座焦化厂，焦炭总产能 540 万吨/年；3 座火力发电厂，总装机容量 315 万千瓦。利用资源优势，公司利润主要来源是煤炭，2016 年毛利为 52.38 亿元，占毛利比 84.92%。

◇ 先进产能逐步扩大，煤炭盈利明显好转

公司作为炼焦煤大型国企，保有储量为 42 亿吨。现有 7 个在产矿井，产能合计约 2,960 万吨。整合 6 座矿井，整合核定产能为 450 万吨/年。同时淘汰置换西山庆兴煤业产能 90 万吨/年。合资成立西山永鑫煤炭公司，下属唐城煤矿和冀氏煤矿处于拟建阶段，合计规划产能 700 万吨/年。2016 年商品煤吨煤售价 407.29 元/吨，同比增加 12.87%；2016 年煤炭实现营业收入 96.14 亿元，同比增加 5.39%，毛利 52.38 亿元，同比增长 4.43%。

◇ 焦化产能持续稳定，煤价高位盈利困难

公司拥有京唐焦化和山西煤气化两个重要焦化子公司，核定产能分别为 420 万吨（50%）、120 万吨（100%）。同时参股山西焦化股权 12%，权益产能 43 万吨；控股子公司永鑫煤化工焦化板块目前还未正式运营。焦炭合计权益产能 373 万吨。受煤价提升影响，2016 年焦化营业收入 51.69 亿元，占总营业收入 26.36%，但焦化毛利 3.33 亿元，占总毛利 5.40%。

◇ 热电规模逐步扩大，煤价反弹成本增加

电力总装机容量 315 万千瓦时，权益装机容量 238 万千瓦时，在建装机容量 332 万千瓦时，合计装机容量 647 万千瓦时。古交发电厂三期 2*66 万千瓦发电机组项目已顺利开工，武乡发电厂二期 2*100 万千瓦项目已经通过环评，正在开展前期工作。2016 年电热业务合计实现净利润 0.11 亿元，其中非经常项目损益 0.54 亿元，合计电热业务净亏损 0.43 亿元。

◇ 国企改革加快推进，资本结构优化升级

2016 年 5 月，控股股东山西焦煤集团被确定为国有资本投资公司改革试点；与中国建设银行签约 250 亿元债转股合作项目，优化资本结构，加快转型升级。公司全面推行契约化管理，2016 年实现转岗分流 1.26 万人、从业人员净减少 5,819 人；未来将有望围绕西山煤电上市公司平台，加速煤炭资产证券化、兼并重组，整合优质炼焦煤资源，实现资产整体上市。

◇ 盈利预测与估值：目标价格“12 元/股”，投资评级“买入”



假设:1、2017E/2018E/2019E 煤炭产量分别为 2,550 万吨/2,680 万吨/2,750 万吨; 2、2017E/2018E/2019E 吨煤售价分别为 486 元/吨/459 元/吨/465 元/吨。

预计公司 2017E/2018E/2019E 的营业收入分别为 250.88 亿元/252.17 亿元/255.13 亿元; 归属股东净利润分别为 19.03 亿元/19.79 亿元/20.86 亿元; 对应的 EPS 分别为 0.60 元/0.63 元/0.66 元, 对应当前股价 PE 分别为 17 倍/16 倍/15 倍。参考可比公司估值及国改预期, 集团预期通过兼并重组实现整体上市, 给予公司 2017E/2018E/2019E 的 PE 分别为 20 倍/19 倍/18 倍, 目标价格为“12 元/股”, 投资评级“买入”。

◇ 风险提示

国企改革推进不及预期; 供给侧改革不及预期。



投资案件

盈利预测和估值

预计公司 2017E/2018E/2019E 的营业收入分别为 250.88 亿元/252.17 亿元/255.13 亿元；归属股东净利润分别为 19.03 亿元/19.79 亿元/20.86 亿元；对应的 EPS 分别为 0.60 元/0.63 元/0.66 元，对应当前股价 PE 分别为 17 倍/16 倍/15 倍。参考可比公司估值及国改预期，集团预期通过兼并重组实现整体上市，给予公司 2017E/2018E/2019E 的 PE 分别为 20 倍/19 倍/18 倍，目标价格为“12 元/股”，投资评级“买入”。

关键假设点

- (1) 2017 年主焦煤山西吕梁产价格为 1,250 元/吨，公司吨煤售价 486 元/吨；
- (2) 2017 年公司原煤产量 2,550 万吨，焦炭产量 412 万吨，供电量 126 亿度；
- (3) 电热业务无弹性。

有别于大众认识

在 2015 年煤炭市场低谷时期，公司仍然通过降低成本，保持盈利。煤炭价格于 2016 年 10 月份开始大幅反弹，煤炭中长期协议后，2017 年焦煤市场整体维稳，焦煤价格整体稳定，公司业绩若保持 2016 年下半年水平，可达到盈利预期。

股市表现的催化剂

山西焦煤集团国企改革，整体上市可期。

核心假设风险

- (1) 供给侧改革不及预期；
- (2) 国企改革推进不及预期。

买入理由

(1) 控股股东山西焦煤集团于 2016 年底先后与 14 家钢铁企业签订炼焦煤中长期合同，合同基准价格 1,300 万元/吨，当前炼焦煤市场供需逐渐平衡，价格趋于稳定。

(2) 公司 2017 年第一季度业绩预告预计实现归属股东净利润 4.52 亿元-4.77 亿元，同比上涨 830%-880%；一季度 EPS 为 0.14 元-0.15 元。2017 年山西国企改革加快步伐，焦煤集团整体上市迈出实质步伐，西山煤电作为集团上市公司有望通过兼并重组获得资金注入，整合优质炼焦煤资源。后三季度业绩有望在一季度基础上继续增长。



图表1： 公司业绩价格弹性

栏目	指标	单位	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	产品价格变化业绩弹性				
								-20%	-10%	0	10%	20%
价格												
吨煤售价	销售价	元/吨	361	407	486	459	465	389	437	486	535	583
焦炭	销售价	元/吨	935	1066	1216	1166	1116	973	1094	1216	1337	1459
吨煤成本	成本价	元/吨	162	185	211	200	202	169	190	211	232	254
焦炭	成本价	元/吨	908	977	1013	953	969	811	912	1013	1115	1216
销售量												
商品煤	销售量	万吨	2528	2361	2550	2680	2750	2550	2550	2550	2550	2550
焦炭	销售量	万吨	450	425	415	420	420	415	415	415	415	415
电力	销售量	亿度	106	113	112	110	110	112	112	112	112	112
供热	销售量	万 GJ	442	955	955	955	955	955	955	955	955	955
生产量												
原煤	生产量	万吨	2788	2428	2550	2650	2750	2550	2550	2550	2550	2550
焦炭	生产量	万吨	448	421	412	420	420	412	412	412	412	412
电力	生产量	亿度	118	126	126	120	120	126	126	126	126	126
供热	生产量	万 GJ	482	987	987	987	987	987	987	987	987	987
营业收入												
煤炭	收入	亿元	91.22	96.14	123.94	122.99	127.83	99.16	111.55	123.94	136.34	148.73
焦炭	收入	亿元	42.07	45.29	50.45	48.96	46.86	40.36	45.40	50.45	55.49	60.54
电力热力	收入	亿元	32.28	30.03	29.85	29.25	29.27	29.85	29.85	29.85	29.85	29.85
营业成本												
煤炭	成本	亿元	41.06	43.76	55.24	50.89	51.52	43.11	48.50	53.89	59.28	64.67
焦炭	成本	亿元	40.85	41.51	44.87	40.02	40.67	33.64	37.85	42.05	46.26	50.46
电力热力	成本	亿元	25.45	26.40	27.65	26.96	26.98	27.61	27.61	27.61	27.61	27.61
毛利												
煤炭	毛利	亿元	50.16	52.38	70.06	69.51	72.25	56.04	63.05	70.06	77.06	84.07
焦炭	毛利	亿元	1.22	3.78	8.40	8.95	6.18	6.72	7.56	8.40	9.24	10.08
电力热力	毛利	亿元	6.83	3.63	2.24	2.22	2.22	2.24	2.24	2.24	2.24	2.24
合计												
营业收入		亿元	186.58	196.11	250.88	252.17	255.13	216.00	233.44	250.88	268.32	285.76
营业成本		亿元	126.21	134.43	164.17	163.66	166.66	144.98	154.57	164.17	173.76	183.36
毛利		亿元	60.37	61.68	86.71	88.51	88.47	71.02	78.87	86.71	94.56	102.40

资料来源：上市公司公告 联讯证券



目 录

投资案件	3
盈利预测和估值	3
关键假设点	3
有别于大众认识	3
股市表现的催化剂	3
核心假设风险	3
买入理由	3
一、全国焦煤龙头企业，煤炭业务业绩显著	7
（一）股权结构	7
（二）经营状况	7
二、煤炭&焦化业务：煤炭盈利显著好转，焦化形势难以改观	8
（一）煤炭业务：先进产能逐步扩大，煤炭盈利明显好转	8
1、资源：焦煤资源储量丰富，先进产能逐渐扩大	8
2、盈利：受益供给侧改革，煤炭售价回调上涨	9
（二）焦化业务：焦化产能持续稳定，煤价高位盈利困难	10
1、产能：焦炭产能长期稳定	10
2、盈利：焦煤价格高位持稳，焦化市场形势难以改观	10
（三）行业：煤炭供需基本平衡，焦煤价格高位持稳	10
1、产量：煤矿安检产量受控，进口量大幅增加	10
2、销量：钢铁去产能升级，焦煤销量小幅增加	11
3、供求：焦煤进口增加弥补，供需缺口整体回落	11
4、价格：焦煤价格渐趋平稳	12
三、热电业务：热电规模逐步扩大，煤价反弹成本增加	13
（一）规模：热电规模不断扩充，增资煤电铝项目构造一体化	13
（二）盈利：煤价反弹，电热成本增加，电热业务继续承压	13
四、国企改革加快推进，资本结构优化升级	14
（一）山西国改大势所趋，山西焦煤重中之重	14
（二）契约化管理驱动利润导向，债转股优化资本结构	14
五、盈利预测与估值：目标价“12元/股”、投资评级“买入”	15
六、风险提示	15

图表目录

图表 1： 公司业绩价格弹性	4
图表 2： 公司股权结构图	7
图表 3： 主要产品产量（万吨，电为亿度）	7
图表 4： 营业收入组成及同比变动（亿元）	7
图表 5： 西山煤电煤矿产能明细	8
图表 6： 煤炭产销量	9
图表 7： 煤炭业务盈利明细及测算	9



图表 8: 西山煤电焦炭产能明细 (万吨)	10
图表 9: 焦化子公司净利润及焦化明细.....	10
图表 10: 2016 年 1 月-2017 年 2 月全国炼焦煤产量及同比 (万吨)	11
图表 11: 2016A 月粗钢产量及同比 (万吨)	11
图表 12: 2016-2017 月炼焦煤销量及同比 (万吨)	11
图表 13: 2015-2017 焦煤进口量、供需缺口 (万吨)	12
图表 14: 2016A 焦煤供需缺口与现货价关系 (万吨, 元)	12
图表 15: 2013-2017 焦煤市场价与期货价格 (元)	12
图表 16: 西山煤电电力装机明细	13
图表 17: 热电业务子公司净利润及热电明细.....	13
图表 18: 山西焦煤集团及西山煤电国改推进.....	14
图表 19: 山西焦煤集团及西山煤电国改主要措施.....	15
图表 20: 可比公司估值 (截止 4 月 14 日)	15
附录: 公司财务预测表 (亿元)	16



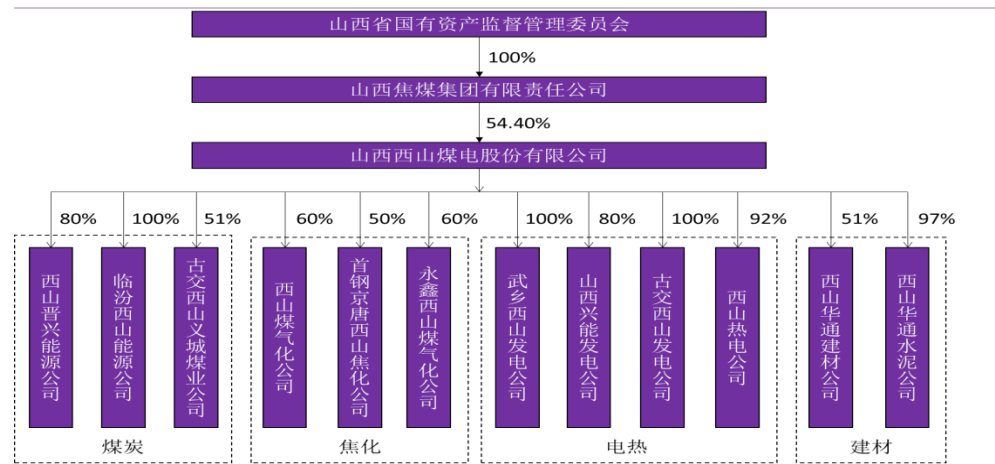
一、全国焦煤龙头企业，煤炭业务业绩显著

公司是全国最大的炼焦煤生产基地。公司主营业务是煤炭的生产、洗选加工、销售及发供电等。公司现有 7 个在产矿井，核定在产产能 2,960 万吨/年；3 座焦化厂，焦炭总产能 540 万吨/年；3 座火力发电厂，总装机容量 315 万千瓦。

（一）股权结构

根据 2016 年年报，山西焦煤集团持有公司股份 54.40%，为公司的控股股东。山西焦煤集团由山西省国有资产管理监督委员会控股 100%，公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会。

图表2： 公司股权结构图

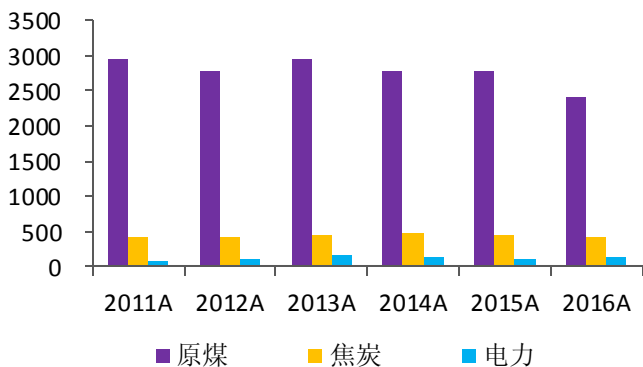


资料来源：上市公司公告 联讯证券

（二）经营状况

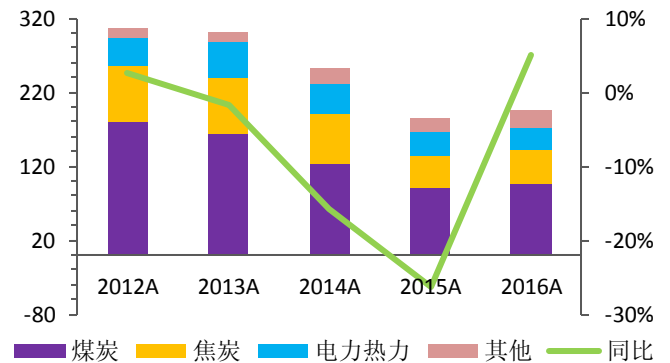
产量：2016 年公司原煤产量 2,428 万吨，同比减少 12.91%；焦炭产量 421 万吨，同比减少 6.03%；发电量 126 亿度，同比增加 6.78%。业绩：2016 年实现营业收入 196.11 亿元，同比增长 5.11%。其中，主要收入来源是煤炭、焦炭和电热业务，分别为 96.14 亿元、45.29 亿元和 30.03 亿元；实现归属净利润 4.34 亿元，同比增长 207%。2017 年第一季度业绩预告实现归属净利润 4.52 亿元-4.77 亿元，同比上涨 830%-880%。

图表3： 主要产品产量（万吨，电为亿度）



资料来源：Wind 联讯证券

图表4： 营业收入组成及同比变动（亿元）



资料来源：Wind 联讯证券



二、煤炭&焦化业务：煤炭盈利显著好转，焦化形势难以改观

（一）煤炭业务：先进产能逐步扩大，煤炭盈利明显好转

1、资源：焦煤资源储量丰富，先进产能逐渐扩大

储量：公司拥有西山、兴县煤田等煤矿资源，煤田面积为 359.89 平方公里，保有储量为 42 亿吨。

产能：公司有西曲矿、镇城底矿、马兰矿、西铭矿、斜沟矿、生辉煤业和鸿业煤业 7 个在产矿井，产能合计约 2960 万吨。公司积极参与山西省煤矿整合项目，整合 6 座矿井，整合核定产能为 450 万吨/年。同时淘汰置换过剩产能，于 2016 年 11 月 17 日，关闭退出西山庆兴煤业产能 90 万吨/年，可置换产能为 90 万吨/年。同时重视煤炭资源扩张，与山西永鑫煤焦化合资成立西山永鑫煤炭公司，下属唐城煤矿和冀氏煤矿处于拟建阶段，合计规划产能 700 万吨/年。

图表5：西山煤电煤矿产能明细

栏目	煤种	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)	状态
本部煤矿					
西曲矿	焦煤	400	100%	400	在产
镇城底矿	肥煤	190	100%	190	在产
马兰矿	肥煤	360	100%	360	在产
西铭矿	瘦煤	360	100%	360	在产
斜沟矿	气煤	1500	80%	1200	在产
小计		2810		2510	
整合矿					
临汾西山生辉煤业	瘦煤	90	55%	50	在产
古县西山鸿业煤业	焦煤	60	100%	60	在产
古县西山登福康煤业	焦煤	60	90%	54	试产
古交西山义城煤业	肥煤	60	51%	31	待产
洪洞西山光道煤业	焦煤	120	51%	61	缓建
古县西山圪堆煤业	焦煤	60	51%	31	缓建
小计		450		287	
拟建矿					
西山永鑫煤业唐城煤矿	主焦煤	200	60%	120	拟建
西山永鑫煤业冀氏煤矿	贫瘦煤	500	60%	300	拟建
小计		700		420	
合计在产产能		2960		2620	
合计总产能		3960		3216	

资料来源：上市公司公告 联讯证券

产销量：，受煤炭 276 工作日政策影响，公司 2016 年原煤产量 2,428 万吨，同比减少 360 万吨，减幅 12.91%；洗精煤产量 1,116 万吨，同比减少 174 万吨，减幅 13.49%，精煤洗出率 45.96%。商品煤销量 2,361 万吨，同比减少 167 万吨，减幅 6.61%。目前取消了去年实行的 276 工作日煤炭生产限制政策，但同时由于一季度煤矿事故多发，导



致煤矿安检全面升级，受此影响预计 2017 年产量将在去年基础上小幅上升至 2,550 万吨。

图表6： 煤炭产销量

栏目	指标	单位	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
商品煤	销售量	万吨	2686	2528	2361	2550	2680	2750
焦精煤	销售量	万吨	205	233	251	230	239	257
肥精煤	销售量	万吨	374	318	373	380	383	385
瘦精煤	销售量	万吨	207	187	186	240	220	220
电精煤	销售量	万吨	125	37	0	0	0	0
气精煤	销售量	万吨	336	365	367	360	360	360
原煤	销售量	万吨	216	81	129	190	200	200
洗混煤	销售量	万吨	1153	1234	979	1080	1200	1250
煤泥	销售量	万吨	70	73	76	70	78	78
原煤	生产量	万吨	2796	2788	2428	2550	2680	2750
洗精煤	生产量	万吨	1315	1290	1116	1190	1240	1275

资料来源：上市公司公告 联讯证券

2、盈利：受益供给侧改革，煤炭售价回调上涨

价格：受益于供给侧改革，2016 年商品煤价格出现恢复性上涨，吨煤售价 407.29 元/吨，同比增加 46.43 元/吨，增幅 12.87%；吨煤成本 185.35 元/吨，同比增加 22.93 元/吨，增幅 14.11%。原材料、人工成本在生产成本中占比较高，由于 2015 年公司积极作出改变，优化员工安置，减少职工薪酬成本，降低原材料成本，2015 年煤炭成本费用显著减少。

盈利：在 2016 年煤炭产销量下降的背景下，公司煤炭实现营业收入 96.14 亿元，同比增长 5.39%，毛利 52.38 亿元，同比增长 4.43%。

图表7： 煤炭业务盈利明细及测算

栏目	指标	单位	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
焦精煤	销售价	元/吨	738.19	491.95	599.05	710.00	690.00	690.00
肥精煤	销售价	元/吨	785.37	640.17	664.04	768.50	758.50	768.50
瘦精煤	销售价	元/吨	529.78	452.26	437.9	598.02	568.02	568.02
电精煤	销售价	元/吨	417.12	358.08				
气精煤	销售价	元/吨	476.14	354.82	398.59	519.20	510.60	510.60
原煤	销售价	元/吨	230.82	165.5	179.27	260.50	210.50	210.50
洗混煤	销售价	元/吨	365.62	282.26	309.8	366.61	346.61	356.61
煤泥	销售价	元/吨	82.92	67.52	120.22	117.82	97.82	107.82
吨煤售价	销售价	元/吨	463.13	360.86	407.29	486.06	458.90	464.82
吨煤成本	成本价	元/吨	262.21	162.42	185.35	211.33	199.52	202.10
煤炭营业收入	收入	亿元	124.40	91.22	96.14	123.94	122.99	127.83
煤炭营业成本	成本	亿元	70.43	41.06	43.76	53.89	53.47	55.58
煤炭毛利	毛利	亿元	53.97	50.16	52.38	70.06	69.51	72.25
煤炭毛利率	毛利率	百分比	43.38%	54.99%	54.48%	56.52%	56.52%	56.52%

资料来源：上市公司公告 联讯证券



(二) 焦化业务：焦化产能持续稳定，煤价高位盈利困难

1、产能：焦炭产能长期稳定

公司拥有京唐焦化和山西煤气化两个重要焦化子公司，核定产能分别为 420 万吨（50%）、120 万吨（100%）。同时参股山西焦化股权 12%，权益产能 43 万吨；控股子公司永鑫煤化工焦化板块目前还未正式运营。焦炭合计权益产能 373 万吨。

图表8：西山煤电焦炭产能明细（万吨）

栏目	核定产能	权益占比	权益产能
西山煤气化	120	100%	120
京唐西山焦化	420	50%	210
山西焦化	360	12%	43
永鑫煤化工		60%	
小计	900		373

资料来源：上市公司公告 联讯证券

2、盈利：焦煤价格高位持稳，焦化市场形势难以改观

2016 年公司焦炭产量 421 万吨，销量 425 万吨，同比均下降 6%。子公司西山煤气化延续亏损 101.91 百万元；京唐焦化由每年稳定盈利 50 百万元，2016 年收窄至 37.64 百万元；焦化业务净亏损 64.27 百万元。由于焦化板块和上游焦煤价格具有显著的正相关性，焦化成本居高不下。公司 2016 年焦化营业收入 51.69 亿元，占总营业收入 26.36%，但焦化毛利 3.33 亿元，占总毛利 5.40%。预计 2017 年焦炭价格跟随焦煤价格持续高位，焦化厂盈利困难，焦化市场形势难以改观。

图表9：焦化子公司净利润及焦化明细

栏目	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
净利润（亿元）					
西山煤气化（100%）	-1.97	-1.63	-1.73	-1.80	-1.02
京唐焦化（50%）	0.51	0.51	0.53	0.50	0.38
合计	-1.47	-1.12	-1.20	-1.30	-0.64
焦炭产量（万吨）	417	446	470	448	421
焦油产量（万吨）	12	13	12	11	12
煤气产量（万立方米）	140735	14607	145463	133234	121990
焦化总收入（亿元）	84.63	84.53	73.87	49.10	51.69
焦化毛利（亿元）	1.38	15.72	15.69	1.92	3.33
焦化毛利率	1.63%	18.60%	21.24%	3.91%	6.44%

资料来源：上市公司公告 联讯证券

(三) 行业：煤炭供需基本平衡，焦煤价格高位持稳

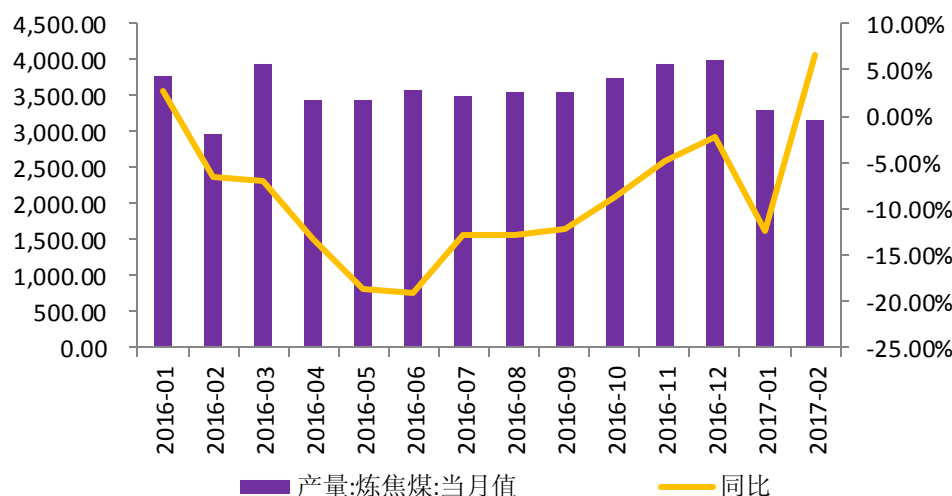
1、产量：煤矿安检产量受控，进口量大幅增加

2016 年，在行业整体去产能的大背景下，煤矿生产执行 276 日限产政策，全国炼焦煤总产量为 4.36 亿吨，同比下降 9.82%；2017 年 1-2 月份受复产情况限制，炼焦煤累计产量为 6506 万吨，同比下降 3.98%；累计进口量 1,066 万吨，同比增加 68.37%。2017



年，限产政策不再执行，但同时一季度煤矿事故多发导致安检升级，多地在3月到8月开展安全检查，预计全年产量小幅提升至4.60亿吨，同比上涨5.50%。

图表10：2016年1月-2017年2月全国炼焦煤产量及同比（万吨）

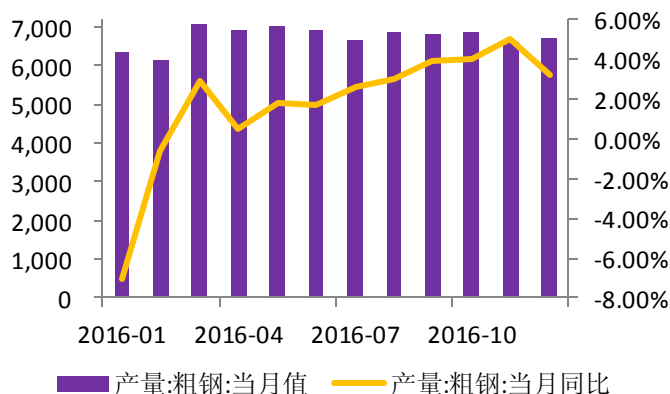


资料来源: Wind 联讯证券

2、销量：钢铁去产能升级，焦煤销量小幅增加

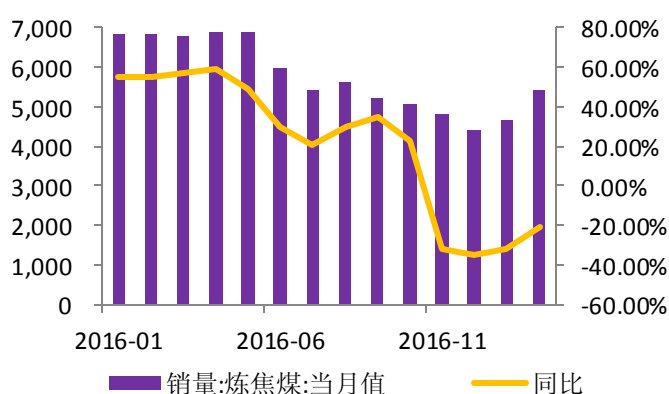
2016年全国炼焦煤总销量4.97亿元，同比下降5.98%；2017年1-2月焦煤累计销量8065万吨，同比上涨2.31%。今年初，政府工作报告明确指出压减钢铁产能5,000万吨，全面消除“地条钢”，预计下游粗钢将与上年基本持平，产量将达到9.6亿吨；房地产调控政策和雄安新区建设并行，预计炼焦煤需求比2016年上涨7.5%。

图表11：2016A月粗钢产量及同比（万吨）



资料来源: Wind 联讯证券

图表12：2016-2017月炼焦煤销量及同比（万吨）



资料来源: Wind 联讯证券

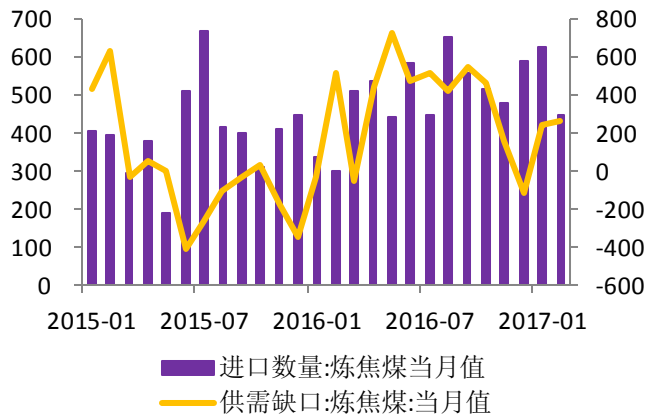
3、供求：焦煤进口增加弥补，供需缺口整体回落

焦煤自2016年3月份后彻底扭转了供大于求的局面，相对来说，供需缺口对价格的传导有一定的滞后性，2016年5月的供需缺口扩大后，焦煤的现货价格处于一路上涨的态势，8月供需缺口进一步扩大后，焦煤的现货价格仍然飞速上涨，但由于焦煤的进口量同样因为供不应求而扩大，所以并没有明确的反映在价格上。12月后，供需缺口逐



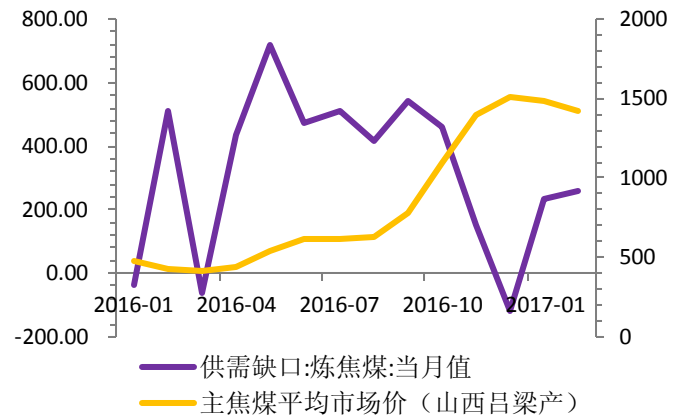
步回落，焦煤价格小幅下跌。在煤矿限产取消叠加煤矿安检升级的背景下，预计 2017 年焦煤供需趋于平稳。

图表13: 2015-2017 焦煤进口量、供需缺口(万吨)



资料来源: Wind 联讯证券

图表14: 2016A 焦煤供需缺口与现货价关系(万吨,元)



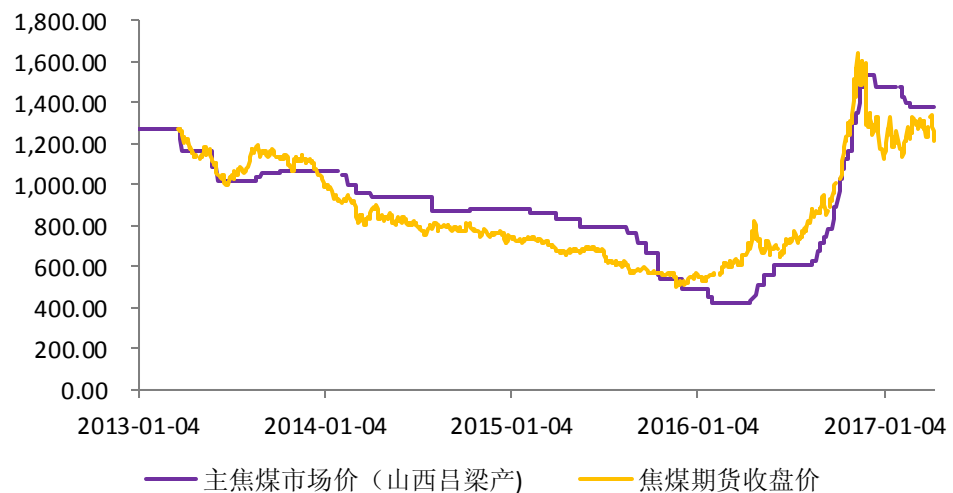
资料来源: Wind 联讯证券

4、价格：焦煤价格渐趋平稳

以山西吕梁产的主焦煤价格为例，2016 年从 420 元/吨强势反弹至 1,530 元/吨后，于 12 月开始逐级回落；截止 2017 年 4 月 7 日，吕梁产主焦煤现货价格稳定在 1,380 元/吨，焦煤 1709 合约报价为 1,283.5 元/吨，期货处于贴水状态。

山西焦煤集团在 2016 年底与 14 家钢企先后签订了煤炭中长期协议，合同价格约为 1300 元/吨，这对于稳定 2017 年的炼焦煤市场价格影响较大。结合 2017 年第一季度焦煤价格情况，我们预计 2017 年的炼焦煤价格也将稳定在 1,200-1,300 元之间。

图表15: 2013-2017 焦煤市场价与期货价格(元)



资料来源: Wind 联讯证券



三、热电业务：热电规模逐步扩大，煤价反弹成本增加

（一）规模：热电规模不断扩充，增资煤电铝项目构造一体化

公司电力总装机容量 315 万千瓦时，在建装机容量 332 万千瓦时，合计装机容量 647 万千瓦时。公司拥有 3 座火力发电厂：兴能发电古交发电厂、西山热电煤矸石电厂、武乡发电厂。2016 年兴能发电一、二期机组供热改造完工，向太原市新增供热面积 4600 万平方米。古交发电厂三期 2*66 万千瓦发电机组项目已顺利开工，武乡发电厂二期 2*100 万千瓦项目已经通过环评，正在开展前期工作。

2017 年公司主动布局兴县煤电铝一体化，参与中铝华润公司增资项目。拟增资金额不低于 1 亿元，增资后持股比例为 20%。该项目为首期 50 万吨电解铝工程，配套 2*66 万千瓦发电机组及局域电网，目前正在开展前期工作。可以充分利用公司控股公司西山晋兴能源公司的地方优势与低热值煤炭、铝土矿资源，形成“煤电铝材+局域电网”产业链，获得低成本电价。

图表16：西山煤电电力装机明细

栏目	装机容量（万千瓦时）	权益占比	权益装机容量（万千瓦时）
兴能发电古交发电厂（一期、二期）	2*30、2*60	58%	104
西山热电煤矸石电厂	3*5	91%	14
武乡发电厂（一期）	2*60	100%	120
小计	315		238
在建-兴能发电古交发电厂三期	2*66	58%	77
拟建-武乡发电厂二期	2*100	100%	200
小计	332		277
合计	647		515

资料来源：上市公司公告 联讯证券

（二）盈利：煤价反弹，电热成本增加，电热业务继续承压

2016 年公司发电量 126 亿度，同比增加 6.78%；售电量 113 亿度，同比增加 6.60%；电力热力营业收入 30 亿元，同比下降 6.95%；营业成本 26.4 亿元，同比上涨 3.74%，毛利率 12.09%，下降 9.07 个百分点。公司电力业务合计实现净利润 0.11 亿元，其中非经常项目损益 0.54 亿元，合计电力业务净亏损 0.43 亿元。

图表17：热电业务子公司净利润及热电明细

子公司	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
净利润（百万元）					
西山热电（92%）	-19.51	31.38	0.51	-2.02	-7.92
兴能发电(80%)	-220.30	40.26	105.66	85.26	-42.58
武乡西山发电(100%)	0.47	65.54	125.43	66.55	63.23
古交西山发电（100%）	0.00	0.00	0.00	-0.38	-1.36
合计	-239.34	137.18	231.60	149.41	11.37
发电量（亿度）	124	159	146	118	126
售电量（亿度）	418	439	463	450	425
供热生产量（万 GJ）	227	264	387	482	987



子公司	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
供热销售量 (万 GJ)	227	264	387	442	955
电热营业收入 (亿元)	37.74	47.70	42.46	32.28	30.03
电热毛利 (亿元)	3.53	8.59	9.17	6.83	3.63
电热毛利率 (%)	9.35%	18.01%	21.60%	21.16%	12.09%

资料来源：上市公司公告 联讯证券

2017 年一季度，煤炭需求旺盛，库存持续走低，煤炭价格继续高位运行。二季度是焦煤需求旺季，焦煤价格支撑动力足，预计全年煤炭价格在 2016 年基础上继续反弹上升，煤电价格联动机制使电力盈利受限。受去年煤炭价格暴涨影响，电力企业目前多数亏损，电力成本高居不下，电力盈利空间进一步压缩，2017 年电力业务继续承压。

四、国企改革加快推进，资本结构优化升级

(一) 山西国改大势所趋，山西焦煤重中之重

2016 年 5 月，山西省发布《关于开展国有资本投资运营公司试点工作的实施细则》，西山煤电控股股东山西焦煤集团被确定为国有资本投资公司改革试点；2017 年 2 月 14 日，山西副省长王一新带队到山西焦煤集团进行国企改革专项调研；2017 年 4 月 6 日山西人大常委会党组书记张建欣到西山煤电调研改革推进。

图表 18：山西焦煤集团及西山煤电国改推进

时间	事件
2016.05.23	国资委《关于开展国有资本投资运营公司试点工作的实施细则》提出，选择山西焦煤集团作为试点企业，通过授权方式改组为国有资本投资公司。
2017.02.14	山西省副省长王一新带队到山西焦煤集团公司，重点围绕国企国企改革工作开展专题调研指导。同时还到西山煤电调研情况，强调切实利用好西山股份公司上市平台，切实把这个平台打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大。
2017.04.06	山西省人大常委会党组书记张建欣率调研组到西山煤电集团，调研国有企业经济运行、转型升级、改革创新、供给侧结构性改革推进情况等。

资料来源：上市公司公告 联讯证券

(二) 契约化管理驱动利润导向，债转股优化资本结构

全面推行契约化管理，助力亏损单位加速改革。（1）2016 年西山煤电选择 5 个试点单位、73 个区队、车间推行契约化管理，共减少 5 名处级干部，83 名科级干部。同时制定 2017 年管理目标：以利润为中心，扩大契约化管理，矿井和亏损单位至少 10 个试点，其他地面单位至少 5 个试点。（2）2016 年实现转岗分流 1.26 万人、从业人员净减少 5,819 人；2017 年，将进一步畅通转岗分流渠道，实现在岗人数再减 10% 的目标，力争到 2020 年，各矿井主业从业人员不超过 3,000 人。

债转股优化资本结构，兼并重组实现整体上市。（1）2016 年 12 月 8 日山西焦煤集团与中国建设银行签约 250 亿元债转股合作项目，协议设立“山西焦煤集团降本增效基金”和“山西焦煤集团转型发展基金”，通过债转股优化资本结构，加快转型升级。（2）目前发改委正在研究山西煤炭行业兼并重组方案，集团未来将有望围绕西山煤电上市公司平台，加速煤炭资产证券化、兼并重组，整合优质炼焦煤资源，实现资产整体上市。



图表19: 山西焦煤集团及西山煤电国改主要措施

时间	事件
2016 (09-12)	2016年9-12月, 西山煤电在五麟煤焦公司、煤气化公司、金城公司、金信公司和屯兰矿选煤厂5家试行契约化管理新模式。
2016.12.08	山西焦煤集团与中国建设银行签约250亿元债转股合作项目。将设立“山西焦煤集团降本增效基金”和“山西焦煤集团转型发展基金”。
2017.03.04	山西焦煤集团形成“6789”年度行动计划, 尤其是在国资国企改革方面作出了安排部署, 其中主要包括深化减亏增效、闲置资产盘活、转岗分流安置、融资结构优化、整合矿分批推进等。

资料来源: 上市公司公告 联讯证券

五、盈利预测与估值: 目标价“12元/股”、投资评级“买入”

假设: 1、2017E/2018E/2019E 煤炭产量分别为 2,550 万吨/2,680 万吨/2,750 万吨;
2、2017E/2018E/2019E 吨煤售价分别为 486 元/吨/459 元/吨/465 元/吨。

预计公司 2017E/2018E/2019E 的营业收入分别为 250.88 亿元/252.17 亿元/255.13 亿元; 归属股东净利润分别为 19.03 亿元/19.79 亿元/20.86 亿元; 对应的 EPS 分别为 0.60 元/0.63 元/0.66 元, 对应当前股价 PE 分别为 17 倍/16 倍/15 倍。参考可比公司估值及国改预期, 集团预期通过兼并重组实现整体上市, 给予公司 2017E/2018E/2019E 的 PE 分别为 20 倍/19 倍/18 倍, 目标价格为“12 元/股”, 投资评级“买入”。

图表20: 可比公司估值(截止4月14日)

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	17E	18E	
000937.SZ	永泰能源	509.46	95	19	15	--
000937.SZ	冀中能源	282.68	66	17	15	1.5
600997.SH	开滦股份	115.91	69	23	21	1.7

资料来源: Wind 联讯证券

六、风险提示

国企改革推进不及预期; 供给侧改革不及预期。



附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	142.01	151.02	153.9	154.21	经营活动现金流	26.22	39.33	46.10	42.88
货币资金	35.30	31.30	37.68	36.52	净利润	4.34	19.03	19.79	20.86
应收账款	43.84	48.21	45.52	45.38	资产减值损失	2.00	0.50	0.50	0.50
预付款项	3.59	4.43	4.48	4.16	折旧摊销	19.21	19.05	19.13	19.09
其他应收款	7.31	7.98	7.91	7.73	财务费用	9.82	11.00	11.00	11.00
存货	31.85	32.99	33.54	35.83	投资损失	-0.92	-0.70	-0.70	-0.70
其他	19.93	26.13	24.78	24.59	营运资金变动	-11.81	-2.51	3.24	-4.82
非流动资产	396.81	396.81	406.95	414.17	其他	4.66	-7.04	-6.86	-3.05
长期股权投资	18.70	19.63	19.04	18.47	投资活动现金流	-24.09	-20.34	-20.34	-20.34
固定资产	227.53	229.80	234.40	239.09	资本支出	-26.01	-24.34	-25.18	-24.76
在建工程	75.71	70.62	67.29	71.21	其他	1.92	4.00	4.83	4.42
无形资产	28.90	29.87	30.86	31.89	筹资活动现金流	-15.74	-36.29	-32.86	-40.99
其他	45.98	46.88	55.36	53.52	短期借款	79.87	80.00	80.00	80.00
资产总计	538.82	547.83	560.85	568.38	偿还债务支付的现	79.44	95.00	95.00	95.00
流动负债	220.69	212.89	209.98	202.70	其他	-16.17	-21.29	-17.86	-25.99
短期借款	36.05	30.76	24.61	22.15	现金流净增加额	-13.60	-4.00	6.38	-1.16
应付账款	82.22	84.05	85.93	81.49					
其他	102.42	98.08	99.44	99.06	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
非流动负债	124.32	124.21	123.64	123.22	成长能力				
长期借款	90.13	90.00	89.95	90.03	营业收入	5.11%	27.93%	0.51%	1.17%
其他	34.19	34.21	33.69	33.19	营业净利润	156.47%	331.61%	3.87%	5.30%
负债合计	345.01	337.1	333.61	325.92	归属母公司净利润	207.75%	338.47%	3.96%	5.41%
少数股东权益	29.53	29.96	30.39	30.82	获利能力				
归属母公司股东利益	164.29	180.77	196.85	211.65	毛利率	31.45%	35.30%	31.68%	30.22%
所有者权益合计	193.82	210.73	227.24	242.47	净利率	2.21%	7.50%	8.26%	8.73%
					ROE	2.67%	10.82%	10.90%	10.84%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
营业收入	196.11	250.88	252.17	255.13	资产负债率	64.03%	61.53%	59.48%	57.34%
营业成本	134.43	164.17	163.66	166.66	流动比率	0.64	0.71	0.73	0.76
营业税金及附加	7.11	8.78	8.83	9.44	速动比率	0.50	0.55	0.57	0.58
销售费用	18.94	24.59	25.22	25.51	营运能力				
管理费用	17.42	21.58	21.94	19.90	总资产周转率	0.37	0.46	0.45	0.45
财务费用	9.79	11.00	11.00	11.00	每股指标				
资产减值损失	20.00	0.50	0.50	0.50	每股收益	0.14	0.60	0.63	0.66
公允价值变动损益	0	0	0	0	每股经营现金流	0.83	1.30	1.38	1.50
投资净收益	0.92	0.70	0.70	0.70	每股净资产	5.21	5.74	6.25	6.72
营业利润	7.34	20.97	21.73	22.82	估值比率				
营业外收入	1.42	1.40	1.40	1.40	P/E	68	17	16	15
营业外支出	1.72	1.40	1.40	1.40	P/B	1.8	1.7	1.6	1.5
利润总额	7.03	20.97	21.73	22.82	EV/EBITDA	13.0	12.0	11.0	11.0
所得税	2.52	1.51	1.51	1.53					
净利润	4.51	19.46	20.22	21.29					
少数股东损益	0.17	0.43	0.43	0.43					
归属母公司净利润	4.34	19.03	19.79	20.86					
EBITDA	36.06	40.43	41.95	44.10					
EPS（元）	0.14	0.60	0.63	0.66					

资料来源：Wind 联讯证券



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com